

进入封控缓解和稳增长效果观察期

宏观经济 2022 年 5 月动态报告

核心内容：

- **全球仍然处于经济恢复期，美国衰退风险加大** 美国经济表现较好，先行指标有所回落，但总体经济处于高位区间。欧洲受到通胀和俄乌战争的影响，但是现阶段俄乌战争对欧洲的影响减弱，欧洲仍然处于复苏。新兴市场国家表现较为分化，韩国、越南等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。
- **美联储加速加息，金融市场波动加大** 由于通胀居高不下，同时美联储认为通胀有了新的因素，即居民消费的高涨和工资的快速上行，使得对于通胀的手段需加大，美联储未来加息进程更为模糊，金融市场随之剧烈震荡。但通胀水平再次上行的概率仍然较低，当通胀下行后，美联储加速加息的态度就会有所改变。
- **疫情封控政策不变下我国经济恢复相对较慢** 尽管上海在 5 月份逐步解封，显示出应对疫情最严厉的阶段已经过去，但是疫情封控的总体政策方针没有变化。新冠疫情病毒仍然存在，未来不确定性增加，我国经济恢复的速度就会相对较慢。
- **封控下中国经济陷入困难，5 月份中国经济进入了封控后的恢复期以及稳增长措施见效的观察期** 经济数据低位回升，2 季度是经济增长的谷底。封控好转后经济也处于回升通道，但回升速度仍然需要观察：(1) PMI 订单绝对值仍然处于低位；(2) 房地产销售价格、土地成交数量并没有回暖，6-7 月份房地产受到债务影响会更加困难；(3) 社会零售消费受到收入减少恢复缓慢，而汽车家电的刺激效果需要观察；(4) 长期贷款仍然没有回升。
- **政策仍然较为宽松，政策效果现阶段仍然受到干扰，未来需要政策加码** 货币市场利率已经低到了 2020 年 3 月份的位置上，货币市场处于持续宽松的状态。现阶段在疫情封控的影响下，需求和投资恢复受阻，而同时居民和企业对未来的信心低落，经济有陷入债务螺旋的风险。

主要风险：新冠疫情再暴发的风险、通胀风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢

于金潼

目录

一、进入封控缓解和稳增长效果观察期	3
(一) 复工复产稳步推进, 经济恢复进入观察期	3
(二) 美联储态度主导市场	4
(三) 稳增长处于观察过程	4
二、国际经济观察	5
(一) 美国: 美国经济暗含衰退疲态 美联储坚定加息缩表	5
(二) 欧元区: 消费尚可, 预期转弱, 欧央行可能温和加息	11
(三) 日本: 日本继续宽松以支持经济	13
三、国内经济: 先行指标继续回升, 经济开始转向	15
(一) 生产: 物流阻断生产, 制造业全行业受创	15
(二) 需求端: 受疫情影响低于预期	16
1、消费: 社会零售消费继续受冲击	16
2、投资: 制造业投资平稳, 基建回落, 房地产疲软	18
(三) 通胀: 通胀压力可承受 “滞”比“胀”更重要	21
1、CPI: CPI 未来逐步上行	21
2、PPI: PPI 未来逐步回落	23
四、金融: 社融超预期 但结构仍然不佳	24
(一) 社会融资继续上行	24
(二) 货币市场利率继续下滑, 央行降低长端利率	26
五、国内外主要风险	26

一、进入封控缓解和稳增长效果观察期

2022年2季度经济受到疫情封控的影响跌入低谷，4月份经济数据全面下滑，5月份开始消费、投资以及生产逐步好转，6月份预计继续恢复。但2季度开始我国要面临常态化的疫情管理，经济会持续受到封控干扰，2季度经济触底后修复可能缓慢进行。

疫情方面来看，5月份疫情蔓延下京津冀和珠三角也受到影响，但是封控措施有所缓解，但是疫情应对政策为未来带来不确定性。暂时的经济封锁不会改变我国经济的运行，但是持续常态化的疫情防控会使得企业处于不确定的未来，无法有效的组织生产。不确定性也会使得海外订单持续流失，带来我国出口的下滑。持续的不确定性对经济的破坏更多的来自于对未来信心的弱化，信心的弱化会使得企业生产和居民消费的持续疲软。尽管政府投资和国企投资可能上行，但这恰恰是对民间投资的挤出，弱化了未来的经济增长。

从供给层面来看，5月份工业生产回升，制造业行业生产得到一定程度的修复。PMI显示订单回落，产成品库存上行，工业生产未来受到压制。5月份原材料价格上行对整个下游需求压制持续，上游行业生产恢复更好，下游行业生产恢复不足。5月份出口交货值恢复，出口相关产业表现仍然较为优秀。

从需求方面来看，制造业投资表现平稳，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金加持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资增速稍有回升，政府债券发行速度较快，基建投资短暂受到疫情封控影响，随后会持续走高。

表现较弱的是房地产投资和社会零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入仍然下滑，房地产新开工、商品房销售面积和销售额均略有回升，但整体数量仍然较弱。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在5月份继续负增长，1-5月份仅有-1.5%的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝仍然在回落，5月份食品和药品消费增速回升，仍然显现着居家消费的特征。对新冠疫情的防控仍然持续，消费回升速度缓慢。

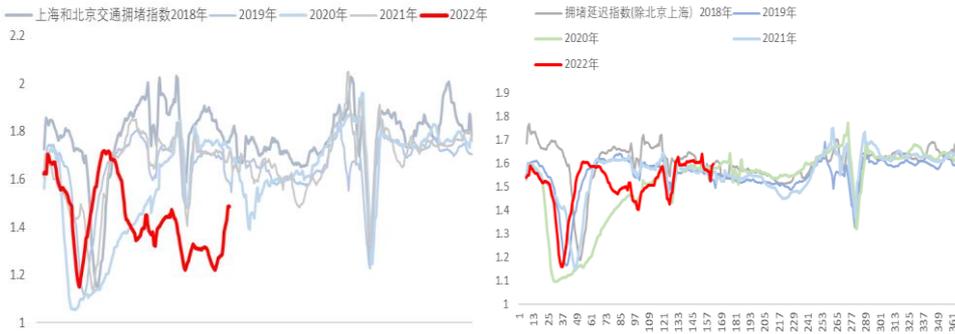
经济运行的各项指标会在5月份缓慢回升，整体经济运行要逐步适应常态化的疫情防控，这会影响到经济的回升的速度。6月份经济继续上行，但是上行速度仍然偏缓。2季度需要等待生产逐步恢复，人员和物流的严格限制有所恢复，经济在重新寻找平衡。政策层也在逐步调整，减少各种政策对经济的干扰，同时加快各种政策的推出。

(一) 复工复产稳步推进，经济恢复进入观察期

上海和北京的经济开放加快，预计复工复产会在一到两周恢复至2020年的水平。封控措施的逐步缓解持续整个6月份，经济在逐步的恢复，但是恢复速度仍然需要继续观察。复工复产同时在6月份展开，稳增长的政策效果也会在6月份展现。高频数据依然不够乐观，商品房成交量、钢材成交量、票据利率等并未快速上行，经济快速好转可能性较低，可能进入慢速恢复期。我国经济周期底部回升，数据会在5、6月份阶段性回暖，是否周期性回升需要持续观察。

图1：上海北京交通拥堵指数

图2：除上海北京外的交通拥堵指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 美联储态度主导市场

在物价因素、美联储紧缩预期和经济数据的影响下, 5月美国资本市场动荡非常。股票市场经历了W形的过山车: 在5月初FOMC会议加息50bps并宣布于6月1日开始缩表后, 市场开始对接下来的严厉加息定价, 在18日沃尔玛和塔吉特两大零售巨头例如不达预期以及鲍威尔声明将加息直到通胀显著回落, 股市陷入“衰退交易”情绪, 直到25日公开的FOMC会议纪要提到6、7月的连续加息(预计各50bps)将为美联储在今年晚些时间考量紧缩政策对经济的影响并作相应调整。随后市场情绪缓和, 美股再次上扬, 而27日公布的PCE数据回落进一步改善了市场信心。美债收益率则在通胀预期放缓和避险情绪之中回落, 国债反映的10年通胀预期也转头下行。5月份CPI数据公布后, 标普500盘中已经再次下跌至3900点附近, 科技股主导的纳指重挫超3%; 债市方面, 在3%关口观望的十年美债收益率迅速上升至3.155%, 两年期美债突破3%。通胀预期以及美联储的方向对近期的市场走向举足轻重。

图3: 债债走向和紧缩预期高度相关

图4: 通胀预期在5月FOMC纪要鸽派解读后下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 稳增长处于观察过程

4月和5月稳增长措施连续的推出, 尤其是促使房地产消费和汽车家电消费的具体措施已经下发。同时5月份疫情防控有所缓解, 疫情防控缓解后稳增长措施的发酵也是现阶段观察的重点。从数据上来看, 经济在疫情防控后有所回暖, 但是回升速度仍然较为缓慢, 消费、投资、生产等指标的绝对值仍然较低。

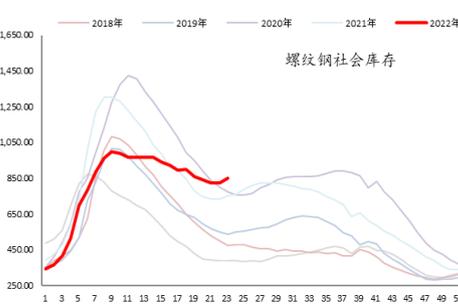
可以预见的是，随着封控逐步放松，经济生活向常态回归。但不确定的是下游需求的恢复速度和恢复力度，尤其是5月份房地产销售仍然疲软，黑色产品开始累库，钢铁、煤炭等产品价格再次下滑。

图 5：焦煤、焦炭和动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：螺纹钢社会库存（吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、国际经济观察

（一）美国：美国经济暗含衰退疲态 美联储坚定加息缩表

美国 PMI 仍然处于扩张期，但增长势头放缓。消费方面，零售数据短期表现较好，购买商品的意愿转弱而对服务的需求增加，随着家庭部门储蓄的消耗和工资通胀螺旋的形成，支撑经济增长的消费转而下行的可能性增大。通胀居高不下，PPI 依然处于高位并不断向 CPI 传导，能源仍是最大推手，但日常消费和住房成本开始上行，CPI 对房价统计的滞后尤其值得警惕。就业市场中，一方面劳动参与率仍未回到疫情前水平、面空缺岗位和失业率之比不断上行，另一方面非农人均生产力下降，劳动力结构性短缺将加剧工资增速。应对上述问题，美联储当前态度是激进的加息缩表，但是由于近期股市的大幅回调，个别委员建议缓和加息态势或者在控制住通胀后考虑宽松。

美联储动态：

美联储于 5 月 4 日召开的 FOMC 会议声明和发布会主要内容如下：

宏观基本面和前景：（1）美国一季度经济增速虽然小幅下滑，但家庭消费和企业固定资产投资两大支柱仍然坚挺，国内疫情影响并未得到提及，已然不是重点；（2）劳动市场非常紧俏，新增岗位保持强势，失业率达到 3.6% 的新低，但需求远高于供给，工资正在以多年来最快的速度上涨；（3）海外两大扰动拖累供给端：一是俄乌冲突导致原油和大宗商品涨价，二是中国因疫情的局部封锁增加供应压力，两者会推高通胀压力，为经济带来巨大不确定性；（4）通胀已经过高并可能危及长期就业最大化的目标，控制通胀将是美联储货币政策的重中之重，但通胀可能处于触顶过程之中。

货币政策：（1）联邦基金利率增加 50bps，目标区间 0.75%-1%，下次会议加息 75bps 暂不在考量之内；（2）缩表将从 6 月 1 日开始，方式为停止规定规模内到期证券的再投资，初始规模为缩减 300 亿国债+175 亿 MBS，并在三个月后增加至 600 亿国债+350 亿 MBS；（3）货币工具首要目标就是控制通胀。

表 1: 美联储 5 月 FOMC 会议重点:

	2022-03 FOMC 会议重点	2022-05 FOMC 会议重点
经济和就业状况	1. 经济活动和就业指标持续增强; 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降; 经济预测显示 FOMC 委员对坚实经济增长有信心 2. Omicron 变种传播迅速, 但在月中旬确诊病例已经大幅减少, 造成的经济影响温和且短暂 3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 但其影响主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动	1. 虽然一季度整体经济活动因进出口和库存下滑而小幅下行, 家庭消费和企业固定资产投资保持强劲: 新增岗位近几个月保持强势, 失业率显著下降, 劳动力市场当前供给不足 2. 中国由于疫情进行的局部封锁可能会加剧供给侧问题 3. 俄乌冲突为美国经济前景带来巨大不确定性, 主要包括加剧通胀上行压力和拖累经济活动
通胀	1. 通胀超过 2% 的长期目标 2. 总需求强劲但供给端限制了生产; 由于国内外疫情等因素扰动, 对供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久 3. 俄乌冲突导致大宗商品价格, 尤其是原油和其他能源价格上涨, 也将增大通胀压力	1. 通胀已经过高 (much too high), 维持强劲的就业市场首先需要控制通胀 2. 供给端的干扰比预计的影响更大、时间更久; 俄乌冲突导致的原油和商品涨价以及中国因疫情进行的封锁将加剧通胀压力
货币政策	1. 联邦基金利率增加 25bps 至 0.25%-0.5% 2. 对 2022 年底的合适利率, FOMC 预测的中位数是 1.9%; 对未来两年利率的预测中位数为 2.8% 3. FOMC 将在下次会议上宣布开始缩表的时间和计划 (预计上限为 600 亿国债+350 亿 MBS)	1. 联邦基金利率增加 50bps 至 0.75%-1%, 目标区间内继续上调利率是合适的 2. 6 月 1 日起开始缩表, 起始规模为 300 亿国债+175 亿 MBS, 并在三个月后 (9 月) 增加到 600 亿国债+300 亿 MBS 3. 一次性加息 75bps 暂时不在考虑范围内 , 未来几次会议更可能考虑 50bps 的加息, 货币政策仍取决于相关数据 4. 美联储当前首要注意力集中在将通胀重新带回 2% 的目标

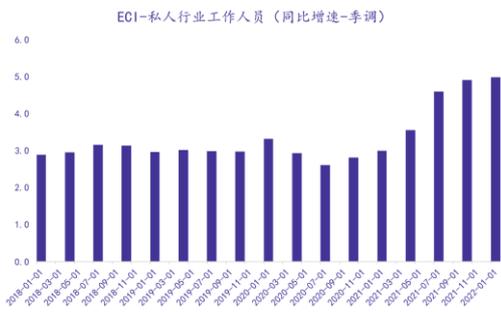
会议当日, 由于加息没有超过市场预期、暂时排除了一次性上调 75bps 的可能以及美联储对经济和就业市场活力的肯定, 已经充分定价加息 50bps 的市场一度乐观。在“不够鹰便是鸽”的氛围中, 股债均上行: 三大股指涨幅在 3% 左右, 美债收益率走低, 十年美债一度从 3% 回落至 2.9% 附近; 美元指数则小幅下行。不过乐观情绪没有持续, 股市在次日大跌, 估值受加息打压的科技股下行尤为明显, 纳斯达克指数跌幅超 5%; 债市方面, 长端收益率上行, 十年美债突破 3%; 美元指数也再次走高。尽管美联储已经进行了前瞻性指引, 市场对加息的敏感度仍较高, 可能对美联储进一步紧缩形成掣肘。

从本次会议表述来看, 美联储的重点直指通胀控制。会议没有着墨美国本土疫情影响, 而是再次强调了加息的两大基础, 即由消费与投资支撑的稳固经济增长和实现了就业最大化的劳动力市场可以承受紧缩压力、避免硬着陆。通过分解 CPI 可以看出美国通胀当前受能源影响较大, 但未来风险也蛰伏于房价和服务价格在工资攀升下上行。虽然劳动力市场紧张, 但其和消费市场都面临着供给不足的情况; 雇佣成本指数 (ECI) 显示工资成本同比不断上升, 劳动力市场的火爆可能导致通胀继续升温。美联储对同时实现就业最大化和通胀控制表示乐观, 但其实际的货币政策仍需要通胀和劳动力市场数据的验证, 处于走一步看一步的状态, 因此需要警惕股债汇由于超预期政策而大幅波动的可能性。鲍威尔的鹰派预期引导结合上次会议对 2022 年合适利率中位数判断的 1.9%, 后面 5 次会议均至少会加息 25bps, 下次会议可能将继续加息 50bps 试探市场反应。CME 数据显示期货市场下次至少加息 50bps 早有预期, 在本次会议后下月加息 75bps 的预期明显回落。

缩表如期而至, 规模也略低于预期, 但激进程度远超上次缩表周期。2017-19 年的缩表初期规模 100 亿美元/月、最大上限 500 亿美元/月, 远低于目前的 475 亿/月和 950 亿/月。虽然缩表有助于抬升长端国债收益率、防止倒挂, 但考虑到俄乌冲突易引发欧盟衰退以及中国防疫政策对经济的拖累, 从市场大

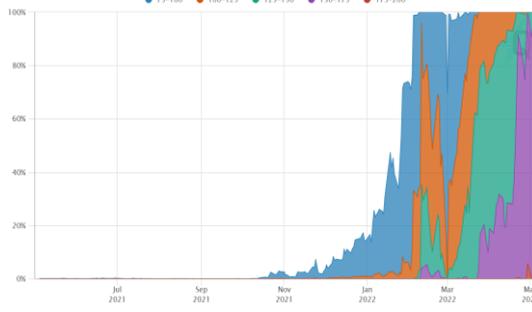
量回收流动性可能导致美国投资放缓并在未来引发衰退（美国家庭和企业资产负债表目前较健康，其他指标也显示今年衰退可能很小）。

图 7：雇佣成本持续上行（%）



资料来源：St. Louis Fed, 中国银河证券研究院整理

图 8：期货市场对 6 月加息 75bps 预期下滑



资料来源：CME FedWatch, 中国银河证券研究院整理

伴随美联储加息，多国上调基准利率：澳大利亚央行将利率从 0.1% 提高至 0.35%、英国央行加息 25bps 至 1%、巴西央行将利率从 11.75% 提高至 12.75%、印度央行加息 40bps 至 4.4%、中国香港金管局加息 50bps 至 1.25%。之前保持鸽派的欧洲央行也由于过高的通胀压力决定在 7 月份开始加息，大概率为 25bps。美联储暂时缓和了市场担忧，未来由于外部环境和股市的制衡也难超预期紧缩，这为中国宽松的货币政策提供了短期空间，但全球紧缩的趋势已然形成。

制造业与非制造业 PMI：

2022 年 4 月份美国 ISM 制造业 PMI 为 55.4，比上月的 57.1 下滑 1.7%，略高于三年均值 55.02；非制造业 PMI 为 57.1，比上月的 58.3 下滑 1.2%，景气度低于三年均值 57.52。由于美联储加息、美国劳动市场供不应求、俄乌冲突持续以及中国疫情防控导致的供应链问题，美国制造业与非制造业 PMI 双双下滑。整体上，两个指数高于 50 的荣枯线，但已经回落到三年均值附近，扩张速度可能在家庭储蓄消耗后进一步放缓。

分项来看，制造业 12 月新订单指数下滑 0.3 至 53.5，已经连续 23 个月保持扩张。尽管联邦政府刺激性政策收敛，美联储开启加息缩表，短期需求仍然较好。订单库存指数下行 4.0 至 56.0，企业已经开始消化积压的订单。通胀目前正处于历史高位，而资本市场已经出现了回调，叠加增速不足的实际工资，居民收入受到挤压，订单指数可能继续回落。

4 月产出指数为 54.6，环比下降 0.9，连续 23 个月扩张。产出指数下行不仅反映了订单的小幅减少，也体现了供应链扰动以及美国劳动市场的供需不平衡。俄乌冲突和供应链问题使得原材料价格保持高位，同时美联储开始激进紧缩，经济将逐渐转向衰退阶段；虽然物流压力逐渐减弱，但非农职位空缺与失业率之比处于高位，劳动力供应不足也将限制产出的扩张。

自有库存指数为 51.6，环比下滑 3.9 个百分点，略高于三年均值。新订单与库存差距为 1.9，比上个月回升，同时客户库存仍然保持低位，为生产维持在繁荣区提供支撑。

就业方面，制造业就业指数为 50.9，比上月下行 5.4，但仍连续 8 个月扩张。美国劳动力市场目前十分紧凑，失业率仅 3.6%，但劳动参与率尚未恢复到疫情前水平，年龄偏大的劳动人员积极性下降，因此虽然需求旺盛，但就业指数依然出现下滑。

供应商交付指数上升 1.8 至 67.2，交付仍然缓慢，但比去年下半年水平有明显好转，供应链的压力减弱，有利于解决供给段瓶颈。物价指数从上月的 87.1 下行至 84.6，俄乌冲突和全球能源格局的调整导致原材料，尤其是能源价格，继续维持高位。

整体来看，当前美国制造业活动表现良好，但需要警惕未来下滑的风险。虽然制造业 PMI 仍然处于扩张期间，但是订单、生产和就业都开始放缓，原材料价格居高不下，劳动力市场供不应求且美联储为控制通胀开始严厉加息缩表，这些都对制造业构成直接的压力。虽然供应链压力逐渐缓解，但是随着家庭部门在疫情期间的储蓄开始耗尽以及全球主要经济体的不振，内外需可能同时减弱。

非制造业方面表现好于制造业，疫情对服务业打击逐渐淡化，但就业低于荣枯线。4 月商业活动指数上行 3.6 至 59.1，新订单下滑 5.5 至 54.6，库存上行 0.5 至 52.3，就业下滑 4.5 至 49.5，一方面劳动力市场已经相当紧张，很难继续扩张，另一方面就业出现结构性供需不平衡。非制造业 PMI 物价从 83.8 上行至 84.6，成本压力依然很大。库存小幅上行，而新订单增长放缓，非制造业的修复面临阻力。

图 9: ISM 制造业 PMI (%)

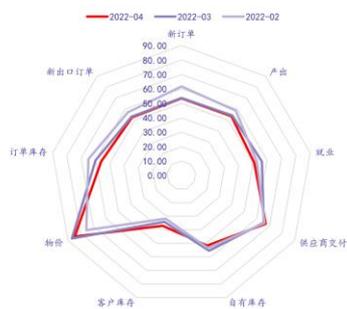
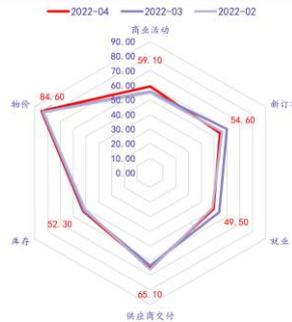


图 10: ISM 非制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

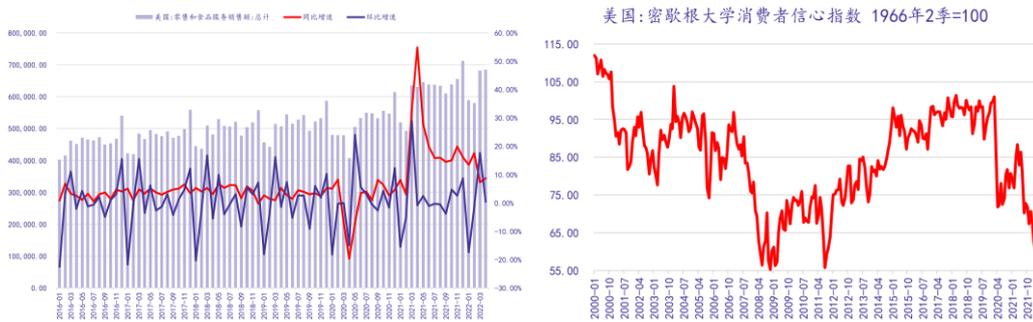
美国商务部公布数据显示，美国 4 月零售销售基本符合预期，同比增速为 8.7%，高于长期平均零售增速 5.5%，但有下滑迹象；零售环比增速 0.41%，低于前值 17.66%。11 种零售类别中，有四类的同比增速较上月下滑，电子和家用电器增速下降 4.67% 居于首位。非实体零售在 3 月份的增速从前值 14.43% 显著下滑至 3.37%。美国的 CPI 和 PCE 增速依然处于历史高峰，同时证券市场的回调以及实际工资增速的疲软可能使消费在未来继续下滑，尤其是电子商品类，但餐饮和服务行业以及能源消费短期将保持韧性。

美国咨商会 (CB) 消费者信心指数 (CCI) 显示，3 月美国消费者信心指数从前值 110.5 下滑至 107.2，连续三个月下行，消费虽然保持了一定韧性，但在通胀高企和衰退可能性提高的情况下会继续下行。消费者价格由于俄乌冲突等因素持续上升减弱了对汽车等大件商品的购买意愿，不过受到劳动力市场紧张和工资上行的支撑，消费者信心良好。

密歇根大学的消费者信心指数 5 月份录得 59.1，小幅下滑，而 12 个月内的通胀预期保持 5.4% 的高位。疫情对消费的影响弱化明显，供应链瓶颈也有所缓解，但美联储的加息以及金融资产的回调使得消费者对的经济增长缺乏信心。

图 11: 美国零售额环比下滑 (%)

图 12: 密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国 ADP Research Institute 发布数据显示，4 月非农就业低于上月且明显低于预期。4 月，美国 ADP 非农就业人数增加 24.7 万，低于预期的 38.3 万和前值 45.5 万。

此次的 ADP 数据或表明，美国劳动力市场已经满足最大就业，虽然空缺岗位仍然很多但新增就业由于劳动力供给短缺而下滑。商品生产部门新增 4.6 万人，而服务行业增加 20.2 万人，仍处于主导地位。需要注意居高不下的通胀压缩了实际工资，这显著降低了观望的潜在劳动力的就业意愿，同时更多的岗位选择意味着更长的决定时间。

ADP 的数据还显示，制造业就业人数增幅从上个月的 4.5 万下行至 2.5 万人，服务业就业人数增幅从 37.7 万下行至 20.2 万人。分行业来看，休闲和餐饮招待行业新增 7.7 万人，而上月为 16.1 万人；教育和医疗服务新增 4.8 万人，上月为 7.2 万人；专业和商业服务新增 5 万人，上月为 6.1 万人；建筑业新增 1.6 万人，前值为 1.5 万人；金融服务业新增 0.8 万人，上月为 1.2 万人。

总体而言，对于美联储来说，就业市场的数据已经不再重要。就业市场的问题更多是因为供应侧的缺失，退休帐户和住房价值的飙升，再加上在家工作生活方式的低开支，使得提前退休在经济上是可行的，这进一步说明了劳动参与率低迷的原因。同时，劳动市场的紧凑开始加剧工资-通胀螺旋，迫使美联储加息控制物价上涨。

国劳工部报告称，美国初请失业金人数小幅增长，但仍接近 52 年低点，疫情影响已然不大。截至 5 月 14 日当周，初请失业金人数的四周均值为 19.95 万人，同比增加 2.225 万人，

初请失业金人数连续 32 周低于 30 万，仍接近 52 年低点，短期不会显著上升，但之前的下降速度无法维持；从续请角度来看，申领人数连续 25 周低于 200 万。初请人数温和增长，表明疫情对就业的影响已经很低，失业金数据保持低位的根本原因是劳动力紧缺。

图 13: 美国新增非农就业人数 (万人)

图 14: 美国当周初领失业金人数 (人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

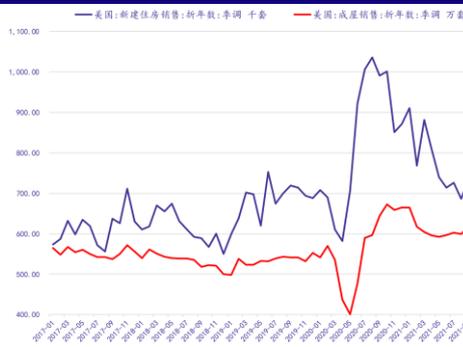
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

5月24日，美国商务部人口普查局(BC)公布的4月新屋销售环比录得增长，但不及预期，为疫情开始以来的第二低，房屋销售可能开始放缓。

4月，美国季调后新屋销售年化总数为59.1万户，环比下降16.61%，同比下降26.95。环比降幅是自2021年10月以来的最高水平。库存方面，截至4月底，市场上有43.7万套新房待售，高于3月份的40.6万套。按照目前的销售速度，需要8.87个月的时间才能用完新房的供应，高于上个月的6.87个月；而在今年年初，这个数字是5.62个月，新屋去库存放缓。新屋的库存销售比远高于同期成屋的2.20个月，但成屋库存比也小幅上行。

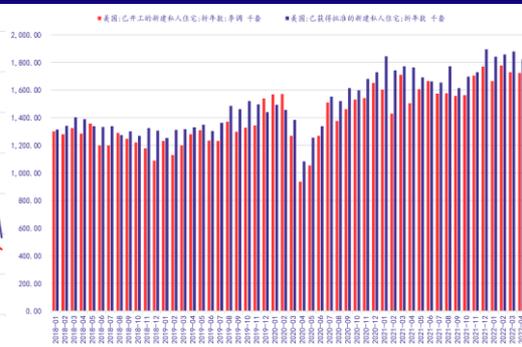
房价增速仍然迅猛，包括Zillow在内的社会房价统计录得超过20%的同比增速，高价格显然开始影响居民负担房产的能力；同时，加息导致房贷利率迅猛上扬，进一步提高了购房成本，面对放缓的经济和实际收入，潜在客户开始三思。

图 15: 美国新建住房和成屋销售



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 美国新屋开工(套)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

通货膨胀:

4月份通胀同比增长8.3%，处于1982年以来的最高位，环比小幅回落但仍超预期；核心CPI环比下降4.6%，同比上涨6.5%。4月份CPI上升的最主要因素仍然是能源商品和服务，其中燃料和汽油等价格同比上行44.7%，电力和天然气等价格同比上涨13.7%；之前贡献较大的二手车价格近期增速回落，但仍高达22.7%。值得注意的是，占CPI和PCE权重最大的居住成本开始上行，其中自有住所换算的等值房租对CPI有1.13个百分点的拉动，食品和除医疗服务之外的服务价格也有抬升势头。

4月，美国生产者价格指数(PPI)的同比涨幅为11%，超过预期的10.7%，核心PPI同比涨8.8%，略低于预期的8.9%。数据显示商品价格指数同比增速16.3%，服务价格指数同比上涨8.1%，而能源和运输成本仍是最主要的驱动因素。商品方面，同比增速最快的是农产品的34.4%以及燃料和动力相关产品的49%，金属和金属制品以及橡胶和塑料制品价格也继续上行。服务方面，增速最明显的是住宿、运输和仓储类项目，批发零售指数也保持高位，房地产服务也出现上涨。建筑指数同比增速18.7，连续15个月上行。

在俄乌冲突和再次兴起的农业保护主义背景下，原材料和农产品的短缺短时间难以缓解，同时劳动成本和土地成本也在上升，消费需求仍然良好。通胀在生产阶段仍然高企并逐渐向下游传导。

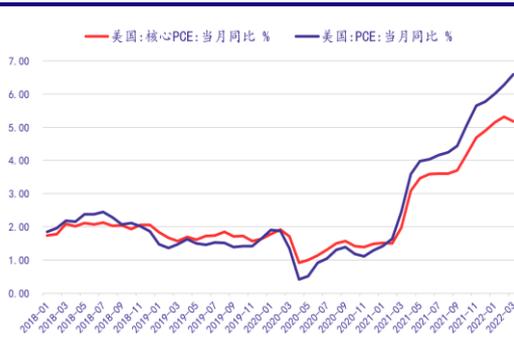
美国经济分析局(BEA)公布的数据显示，美国3月个人消费支出(PCE)物价指数同比上涨6.59%，高于2月的6.27%，环比上涨0.87%。从PCE支出数据来看，食品饮料同比上涨6.2%，能源价格同比上涨51.88%。剔除波动较大的食品和能源价格后，核心PCE同比上涨8.19%，环比上涨0.29%，对耐用用品的支出开始放缓。

随着供应链瓶颈的逐步缓解，能源价格居高不下，美国通胀的两大主线开始转向工资通胀螺旋和房地产。虽然美联储和部分经济分析人士认为通胀已经在触顶下滑的过程中，但通胀下行的速度仍不确定。由于通胀控制已经是美联储和拜登政府的头号大敌，以鲍威尔为首的货币政策领袖倾向于在6、7月份继续加息50bps，美联储将加息“直至通胀显著回落”并在6月初开始激进的缩表。不过，劳动力市场短缺和人均生产力的下降叠加CPI和PCE统计方法在反应居住成本上的滞后，大幅加息在短期并不能使通胀明显回落。美国资本市场近期已经出现大幅回调，通胀预期居高不下，衰退担忧逐渐上升，美联储在通胀和经济之间的权衡将更加困难。

图 17: 美国 CPI 拉动项拆分 (%)



图 18: 美国 PCE 价格指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表: 美国经济数据概览

	趋势(左为最近时间)	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21	May-21	Apr-21
生产总 值	实际GDP (同比)	/	3.57	/	/	5.53	/	/	4.95	/	/	12.23	/	/
	个人消费支出 (同比)	/	-1.40	/	/	6.90	/	/	2.30	/	/	6.70	/	/
	国内私人投资 (同比)	/	-4.73	/	/	6.89	/	/	7.11	/	/	16.24	/	/
	政府支出 (同比)	/	-1.63	/	/	0.09	/	/	0.63	/	/	-0.13	/	/
	净出口 (同比增长-亿美元)	/	-191.60	/	/	-33.60	/	/	-72.02	/	/	-18.44	/	/
消费	PCE (同比)	/	6.59	6.27	6.01	5.78	5.65	5.06	4.44	4.24	4.16	4.03	3.97	3.58
	零售总额 (同比)	8.19	7.34	17.71	13.75	16.84	18.55	16.52	14.32	15.68	15.77	19.41	28.36	53.90
	个人储蓄存款总额 (同比)	-80.02	-47.39	-67.47	-37.14	-40.68	-43.92	-41.60	-30.91	-42.83	-50.27	-58.18	-63.53	
	人均可支配收入 (同比)	-20.14	-1.41	-9.88	-0.26	0.19	-0.96	-1.28	0.93	-2.70	-2.94	-4.16	-6.04	
	密歇根消费者信心指数 (同比)	65.20	59.40	62.80	67.20	70.60	67.40	71.70	72.80	70.30	81.20	86.40	82.90	88.30
工业	工业总产值 (同比)	7.00	5.07	6.50	1.59	1.77	3.97	3.12	2.44	2.84	3.89	9.42	22.12	28.94
	产能利用率	78.99	78.22	77.62	76.92	76.35	76.62	76.10	75.09	76.06	76.16	75.66	75.28	74.79
	新增订单 (同比)	14.19	13.36	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54	9.12	15.49	21.11	27.49	
	新建住房销售套数 (同比)	-19.52	3.13	-8.78	-3.67	-11.16	-32.97	-26.14	-33.78	-27.90	-22.56	4.82	39.00	
	房屋销售套数 (同比)	14.55	0.99	24.27	4.00	7.09	10.71	2.16	6.71	14.53	4.17	31.13	52.13	60.45
房地产	开工新建私人住宅 (同比)	20.20	18.94	18.47	18.28	18.48	19.11	19.67	20.02	19.22	17.25	15.18		
	Case-Shiller 房价指数-20城 (同比)	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30	5.40	5.00	4.20	
	CPI (同比)	6.20	6.50	6.40	6.00	5.50	4.90	4.60	4.00	4.30	4.50	3.80	3.00	
	核心CPI (同比)	2.88	2.85	2.45	2.45	2.45	2.62	2.53	2.34	2.35	2.33	2.34	2.47	2.35
	10年期breakeven通胀预期	3.32	3.41	2.87	2.80	2.75	2.98	2.75	2.50	2.49	2.50	2.46	2.45	2.53
通胀	5年期breakeven通胀预期	3.00	3.00	3.00	3.10	2.90	3.00	2.90	3.00	2.90	2.80	2.80	3.00	2.70
	密歇根5年通胀预期	5.40	5.40	4.90	4.90	4.80	4.80	4.60	4.60	4.60	4.70	4.20	4.60	3.40
	密歇根12个月内通胀预期	42.8	42.8	71.4	50.4	58.8	64.7	67.7	42.4	51.7	68.9	55.7	44.7	26.3
	新增非农就业人数 (万人)	7.1	7.0	7.0	7.1	6.8	7.0	6.8	6.7	6.9	6.3	6.2	6.0	
	非农职位空缺 (同比)	3.6	3.6	3.8	4	3.9	4.2	4.6	4.7	5.2	5.4	5.9	5.8	6
劳动市 场	失业率	62.2	62.4	62.3	62.2	61.9	61.9	61.7	61.7	61.7	61.7	61.6	61.6	61.7
	劳动参与率	5.46	5.62	5.19	5.45	4.88	5.33	5.35	4.78	4.34	4.28	3.95	2.19	0.63
	非农平均时薪 (同比)	/	/	4.98	/	/	/	4.90	/	/	4.59	/	/	3.55
	ECI 通胀成本指数	/	/	-7.5	/	/	/	6.3	/	/	-3.9	/	/	3.2
	非农产出增速	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8	61.1	59.9	59.5	60.6	61.2	60.7
PMI	TSM 制造业PMI	57.1	58.3	56.5	59.9	62.3	69.1	66.7	61.9	61.7	64.1	60.1	64	62.7
	TSM 非制造业PMI													

(二) 欧元区：消费尚可，预期转弱，欧央行可能温和加息

欧元区通胀水平高达7.4%，在5月份公布的欧洲央行4月会议纪要中，委员们继续表示了对通胀预期上行的担忧。虽然欧元区工资通胀螺旋的痕迹尚不明显，但部分委员担忧如果欧央行不及时进行紧缩可能会使其公信力受损并难以控制通胀，建议将货币政策尽快调整为中性。另一些委员则对紧缩影响金融稳定表示忧虑。

宏观形势方面，欧央行4月份认为俄乌冲突严重打击了经济信心，贸易扰动将导致新的材料和要素供应不足，高能源价格会减少需求、削弱生产；同时，疫情影响弱化，各国重新开放，经济活动因此收到支持，但高通胀将在未来几个月延续，可以说欧央行对经济形势相对悲观。

货币政策方面，当前的资产购买计划（APP）正在逐步缩减，5月为300亿欧元，6月为200亿欧元，并将在第三季度结束。政策利率，包括主要再融资利率（Main Refinancing Operations）、边际贷款利率（Marginal Lending Facility）和存款利率（Deposit Facility）将维持0%、0.25%和-0.5%不变。但是，欧洲央行于7月份进行首次加息的可能性仍在上升。虽然疫情紧急购买项目（PEPP）已经停止扩张，但现存到期资产的本金和收益都将被在投资，预计将持续到2024年底；欧洲央行当前没有缩表的打算。

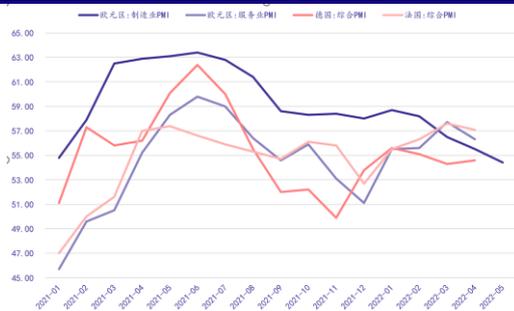
整体来看，欧洲央行已经准备温和加息，但是俄乌冲突导致的多重问题使欧洲徘徊在衰退和高通胀的两难之中。相比于已经下定决心打压通胀的美联储，欧央行对快速加息的意见并不统一，欧洲经济的承受能力也不如韧性更好的美国经济，因此欧央行更大可能温和转鹰，加息会十分谨慎，缩表今年不在议程内。

5月欧元区经济增长继续放缓，综合PMI终值为54.9，前值为55.8。制造业从4月的55.5回落至54.4，是18个月来的最低水平；服务业从4月的57.7回落至56.3。德国综合PMI扩张0.3至54.6，法国PMI下滑0.5至57.1。意大利和西班牙4月的制造业PMI均继续下行，但服务业有所回升。同欧央行的判断相符，欧元区主要国家的制造业增长缺乏动力，但疫情影响的回落使得服务业短期景气度更高。

供应商交货时间指数连续第二个月上升，达到今年2月以来的最高水平，表明供应商业绩恶化程度有所减弱。但最新调查数据也显示，欧元区总体产出增长仍然疲弱，与11月持平。供应链压力的缓解也传导到了价格上，因投入成本的增幅达到了4月份以来的最低水平。

12月服务业采购经理人指数从一个月前的55.9点降至53.1点，低于初步指数53.3点。就业指数从55.4点降至53.6。商品价格指数从11月的76.0点维持在74.1的高位。由于奥密克戎病毒的传播，欧元区的经济活动在2021年12月放缓至9个月以来的最低点，尤其是在德国。

图 19: 欧元区和德国 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 欧元区消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧元区27国2022年5月调和CPI达到7.4%，同上月持平，核心CPI为4.81%，而上月为3.98%。能源价格同比暴涨了39.06%，仍然是推动欧元区通胀率上升的主因。食品、娱乐文化、交通、住宿和餐饮的价格上涨幅度也都超过了欧洲央行设定的2%的标准，房租价格增速仍低于2%，但也在缓慢上行。

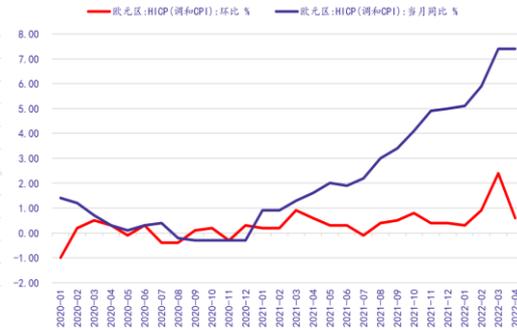
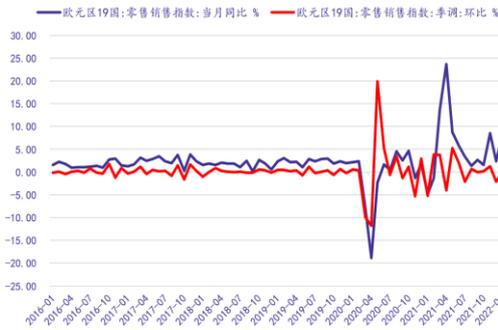
德国4月份的通胀高达7.4%，环比上行0.8%；调和核心CPI为3.9%，环比上行0.9%。法国通胀为4.8%，环比上行0.4%；核心CPI为3.2%，环比上行0.7%。由于俄乌冲突的影响，能源和食品价格迅速上升，由于德国在福岛事件后主动关停了大量核能设施，比法国更依赖能源进口，因此通胀增速明显快于法国，法国发达的农业基础也使其食品价格涨幅更低。

如同之前所讨论的，欧洲的经济复苏程度和韧性不如美国，但是通胀速度却与之匹敌，因此欧洲央行的紧缩会更加犹豫不决，如果7月进行加息后金融市场出现混乱，欧央行很可能再次转为鸽派。PEPP

的资产规模仍然巨大，即使仅进行再投资也是保持相当量的宽松，但是随着市场的衰退预期攀升，不能排除欧央行继续宽松的可能性。

图 21: 欧元区零售销售 (%)

图 22: 欧元区 GPI 指数 (%)



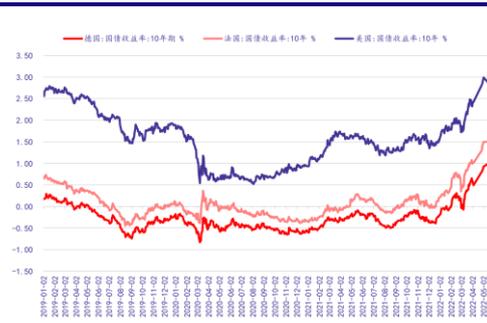
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲的利率回升，美国 10 年期国债收益率与德国 (GER) 10 年期国债收益率之间的差距相对稳定。欧元兑近期美元反弹，而美元指数下行，市场对美元已经充分定价。由于美国股市的回调，美债收益率从 3 以上回落至 2.7-2.8 左右，如果欧洲央行加息，美债和德国国债的利差有可能进一步收敛。

图 23: 欧元稍有上行 (%)

图 24: 德债和法债收益率回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 日本: 日本继续宽松以支持经济

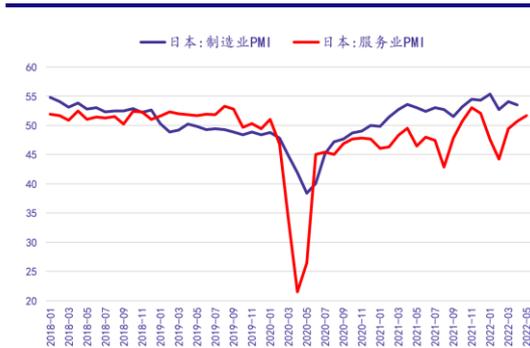
日本央行 4 月份货币政策会议决定继续维持宽松货币政策，将短期利率维持在负 0.1% 的水平，长期利率将通过不设上限的国债购买维持在 0%。央行将在每个交易日实施公开市场操作，无限量买入国债。

日本央行发表的经济与物价展望报告认为，日本经济复苏仍在持续，但乌克兰危机引发的供应链紧张及国际商品价格加速上涨令经济承压。央行将 2022 财年经济增长预期由 3.8% 下调至 2.9%，并预测 2023 财年经济增长 1.9%。日本央行表示，由于能源资源价格加速上涨，物价受到的影响正在加大，同时去年手机通信费下调对物价的影响 4 月起将逐渐淡出，预计今后日本物价涨幅将逐步扩大。央行将 2022 财年核心消费价格指数涨幅预期由此前的 1.1% 大幅上调至 1.9%，并预测 2023 财年该指数上涨 1.1% 左右。

日本央行行长黑田东彦当天在记者会上表示，日本央行将继续坚持 2% 通胀目标，坚持超宽松货币政策，并密切关注国内外因素对日本经济的影响，必要时将推出进一步的宽松措施。

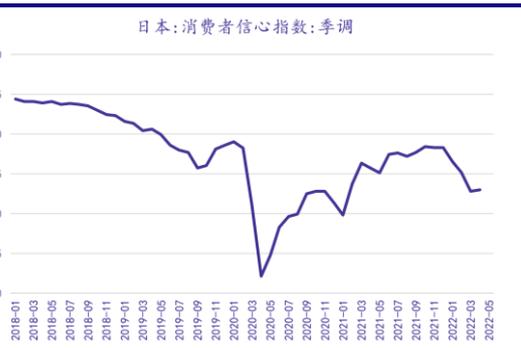
日本4月份制造业PMI为53.5，上月为54.1，仍然处于近几年的高位；5月服务业PMI为51.7，前值50.7，接近疫情前的水平。整体来看，日本的制造业和服务业都处于扩张期间，服务业由于疫情影响的淡化开始好转，同时日本通胀相对温和，有利于经济短期内继续扩张。但是日本的消费者信心指数处于下滑状态，内需可能难以保持；同时，海外经济预期恶化，可能打击日本下半年的经济增长，而日本央行也已下调了增长预期。

图 25：日本 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

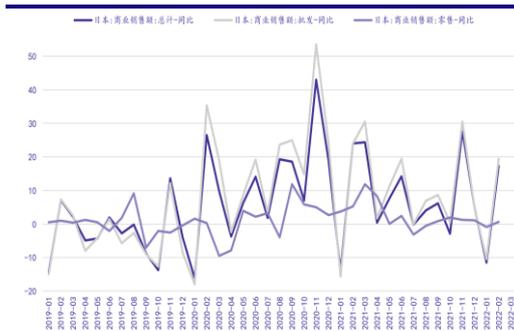
图 26：日本消费者信心指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

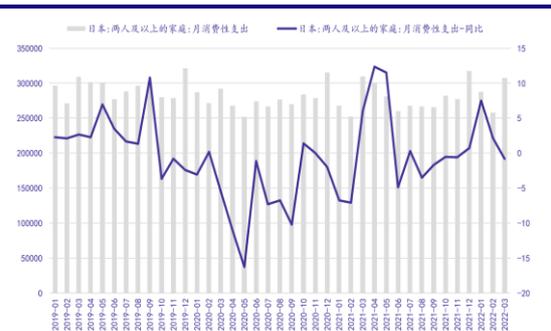
日本销售数据良好，3月商业销售额总计同比增长17.26%，环比增长17.92%，但主要增幅是批发贡献的；零售方面，3月同比增速为0.66%，上个月为-0.91%。虽然商业活动表现不错，但零售体现居民消费增速一般。日本两人以上家庭月消费性支出3月同比增长-0.82%，且在疫情期间也保持了相对稳定，这也反映了日本居民消费结构和习惯都比较固定，需求端很难创造通胀压力，所以尽管货币政策特别宽松，并没有严重的通胀现象出现。

图 27：日本商业销售增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

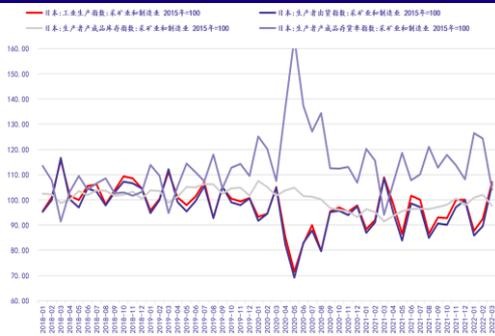
图 28：日本两人以上家庭月消费支出



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

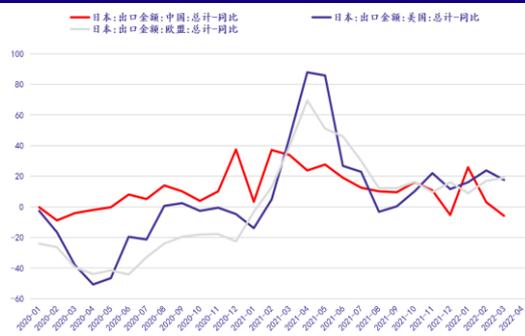
工业方面，日本3月份采矿业和制造业工业生产指数同比增长-1.65%，上个月为0.54%。结构上，工业设备表现较好。据日本建筑设备制造商协会（CEMA）公布的最新统计数据显示，2022年3月日本工程机械销售额为3411亿日元，同比增长17.7%，自2020年11月以来的连续17个月保持正增长。出口方面，日本4月份对中国、美国和欧盟出口增速分别为-5.92%，17.6%和19.4%，欧美需求旺盛，对中国出口由于疫情防控以及去年同期的高基数而下滑。分项来看，对美国和欧盟出口中同比增速最快的是制成品，分别为43.4%和44.59%，其次是机械，分别为23.6%和33.7%；去年同期运输设备的高基数使得今年汽车等项目增速整体放缓，但绝对数额比较稳定。虽然日本消费占GDP比重最大，但是由于老龄化和习惯原因消费增长的动力不足；而出口方面，美国和欧盟对商品需求预计在下半年都将放缓。

图 29: 采矿业和制造业指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 日本出口金额增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、国内经济：先行指标继续回升，经济开始转向

(一) 生产：物流阻断生产，制造业全行业受创

工业增加值环比增速大幅回落，4 月份制造业全线回落，主要受到物流阻断的影响，汽车回落速度最快。工业的逐步修复需要疫情缓解，工业即使恢复未来也承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二，国内外订单在逐步回落；第三，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计 6 月份工业生产逐步修复，3 季度工业生产弱势平衡。

4 月份规模以上工业增加值同比增长-2.9%，比 3 月份下降 7.0 个百分点，市场预期 0.4%，环比下滑 7.08%。工业增加值同比和环比双双回落，处于历史最低水平。4 月份同比增速同比回落，制造业负增长，采矿业回升速度下滑。

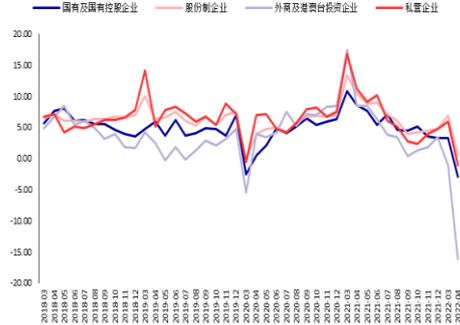
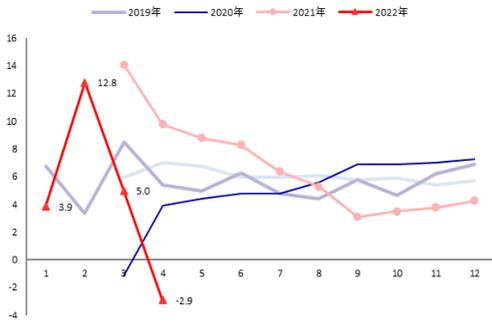
我国工业生产回落，疫情防控对产业链的阻断明显，制造业生产几乎全线下行，上半年生产恢复需要等待疫情防控缓解：(1) 采矿业生产仍然较高，得益于原材料价格的高涨。采矿业生产增速录得 9.5%，比 1-3 月份下行-2.7 个百分点；其中煤炭洗选业生产增速 13.2%，比上月下行 3.5 个百分点；(2) 主要行业生产均下行；16 个制造业行业生产全线下滑。4 月份中仅 6 个行业生产正增长，煤炭行业保持高速，计算机通信和电气机械制造是出口相关行业；(3) 下游行业受到冲击最大。汽车制造业从 3 月份-1%的增速下滑至 4 月份-31.8%，产业链的阻断（吉林、上海）在汽车产业最为明显。通用设备（-15.8%）、金属制品（-6.8%）、纺织（-6.3%）的生产下滑速度加快（江浙）。

工业生产的上行被疫情防控打断，加之 PMI 订单显示生产订单持续下滑，生产未来继续承压。现阶段需要封控缓解以及政策支持，生产的修复需要时间：(1) 封控缓解后，相关积压订单会带来生产的反弹，生产会有一些的恢复；但防疫常态化后，对生产的压制是持续性的；(2) 稳增长措施下，国内订单会有小幅回升；(3) 海外需求下滑，PMI 出口订单回落，未来压制出口增长和相关出口工业。4 月份工业企业实现出口交货值 11,441 亿元，同比名义增长-1.9%，交货值总量增速快速下滑。受到地缘政治影响，大宗商品价格大幅上行，未来可能要面临价格普遍上行，高成本可能是今年的主题，这会影响到下游需求以及生产增速，我国生产增速恢复面临困难。

生产逐步恢复可能在 6 月份，恢复正常可能在 3 季度末，稳增长的措施见效也可能在 2 季度，货币政策和财政政策相互配合才能稳定生产。

图 31: 工业增加值同比增速回落 (%)

图 32: 外资企业生产大幅走低 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

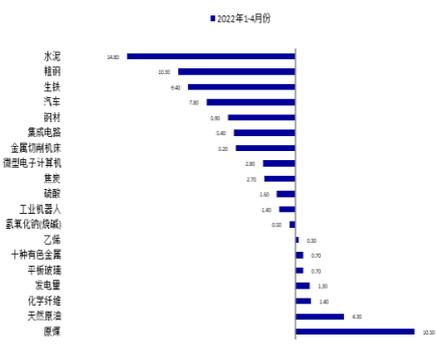
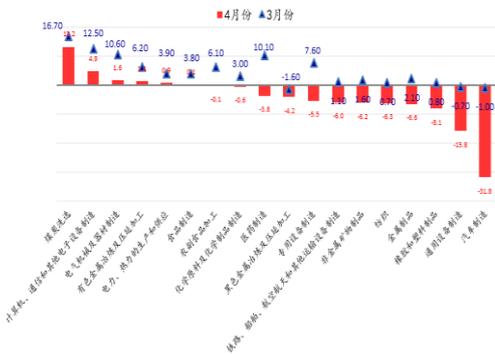
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

采矿业增速仍然较快, 制造业大幅回落。采矿业生产仍然在高位, 4月份录得9.5%的增速, 高价格带动了原材料采掘, 对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业。原材料行业表现均较好, 4月份原煤、原油产量继续上行, 十种有色金属产量小幅走高, 发电机组产量同时回升。

4月份汽车产量受到重大影响, 产量从上个月的-4.9%下滑至-43.5%, 单月产量仅有128万辆。水泥、钢材的产量也同时下行。这种情况需要产业链的重新畅通才能解决。

图 33: 主要行业生产当月同比增速 (%)

图 34: 主要工业品生产累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 需求端: 受疫情影响低于预期

需求端回升遇到困难, 居民消费回升速度缓慢, 新冠疫情的防控阻碍了消费增速回暖。4月份消费增速快速回落, 显示居民消费的低迷。4月份投资仍然下滑, 房地产投资下滑并未停滞, 基建也有所收敛, 制造业投资平稳。出口仍然保持稳健, 但出口订单下滑有所减缓, 出口已经处于历史高位, 再次大幅增长的可能性较小。4月份受到疫情反复以及商品价格上行的影响, 本就较弱的消费更加疲弱。

1、消费: 社会零售消费继续受冲击

社会零售品消费总额继续下行, 4月份消费增速低于市场预期, 新冠防控继续影响社会零售消费, 消费增速持续负增长, 并且可能持续至5月份。4月份封城政策扩大化, 消费品增速全线下滑, 食品和药品消费正增长, 汽车、房地产相关产品消费均负增长。疫情常态化对于消费的压制可以类比2021年, 社会消费即使回升也较为弱势。5月份预计消费增速仍然负增长, 2季度消费增速预计-6%左右, 全年消费预计在1%左右。

4月份社会零售总额 29,483 亿元，增长速度为-11.1%，市场预期-6.1%；实际增速-14.0%，比3月下降 8.0 个百分点。2022 年 4 月份社会消费零售增速回落，新冠疫情防控措施加强，各地相继封城，服务业大幅下滑。1-4 社会零售总额 138,142 亿元，同比增长-0.2%。

图 35: 2022 年 4 月消费额下行 (%)

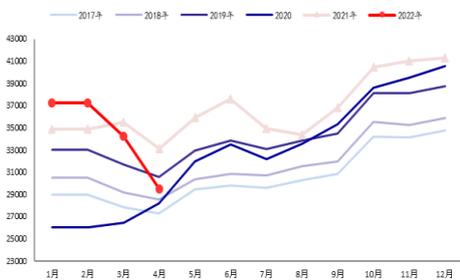
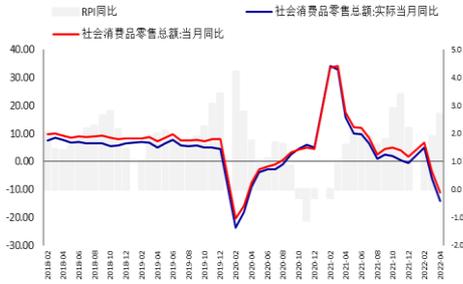


图 36: 消费额实际同比下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4 月份商品零售和餐饮收入同时下滑，新冠疫情控制再次趋严，餐饮消费受到较大的冲击。4 月份餐饮消费增速-22.7%，商品消费-9.7%，这种下滑会持续至 5 月份。

4 月份各行业消费增速继续走低，仅有食品、中西药品和石油消费正增长，显示了出了疫情消费的特征：(1) 居民食品和药品消费正增长，但消费速度也有所回落，居家生活以及储备药品的需求得到满足，两项产品消费增速回落；(2) 汽车消费大幅下滑，产业链阻断以及居民观望情绪严重，石油及石油制品的消费同时走低；4 月份汽车消费-31.6%，比上个月下行 24.1%，石油和石油制品消费增速 4.7%，比上月下行 5.8%；(3) 消费升级产品全部受到冲击，金银珠宝、服装鞋帽、通讯器材消费继续负增长，房地产相关的家具、家用电器和音响制品消费继续走低。

2022 年 1 季度人均可支配收入和支出下滑，居民未来消费会更显谨慎。1 季度居民收入增速 5.4%，比 2021 年下滑 2.8 个百分点，居民支出增速 5.7%，下滑 6.5 个百分点。

受到居民收入水平和新冠疫情的影响，1-4 月份社会消费零售总额负增长。4 月份新冠封控政策更加严厉，4 月份消费继续回落，5 月份消费增速预计与 4 月份持平，2 季度消费增速预计在-6.9%左右。社会零售消费在 2022 年上半年负增长，随着新冠疫情防控常态化，预计下半年社会零售消费增长恢复至 4%左右。根据 2022 年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在 0.5%-1%左右。

图 37: 商品和餐饮零售销售增速 (%)

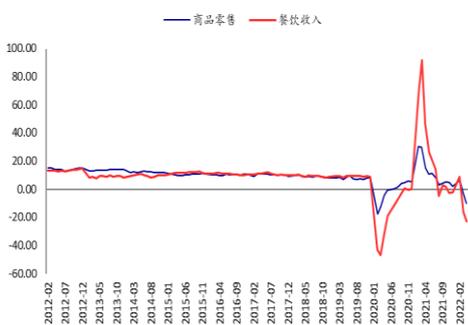
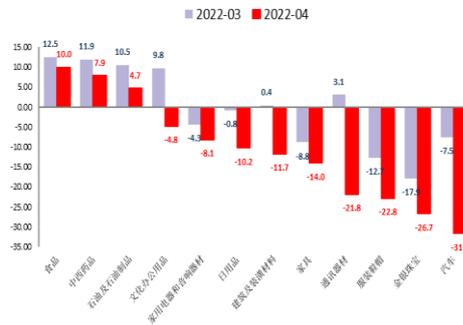


图 38: 2022 年 4 月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、投资：制造业投资平稳，基建回落，房地产疲软

2022年投资增速持续回落，其中制造业投资增速超出预期，表现平稳；基建投资上行是政策加快的结果；房地产投资持续下滑。制造业投资仍然处于高位，虽然PMI显示制造业生产仍然没有修复，但2021年制造业的高订单继续带动制造业投资上行，这种高增速可能持续上半年。基建投资受益于政府投入的加快，1-4月份政府债券融资速度较快，财政资金直达下放也使得基建投资走高，4月份基建受到疫情封控短暂影响。房地产投资下滑，房地产销售、房地产新开工和竣工均继续走低，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能下半年好转。

2022年1-3月份，固定资产投资额104,872亿元，同比增长9.3%，高于8.4%的市场预期。民间固定资产投资59,622亿元，同比增长8.4%。从环比看，3月份固定资产投资增长0.61%。3月份固定资产投资额回升，投资逐步回落。

制造业投资上行，3月份单月制造业投资额2.04万亿，增速11.9%，制造业投资平稳。基建投资回升，3月份基建投资增加额1.49万亿，单月基建投资增速录得8.8%，比2021年的0.4%大幅上行，基建投资增速在加速上行。房地产投资继续下滑，3月投资额1.32万亿，当月投资增速-2.4%，比2021年的4.4%大幅下滑。

1-3月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的34.1%，但比2021年的44.6%大幅下滑。房地产占比小幅回落，占总投资额的26.5%。基建投资占总投资额的24.2%，基建仍然会继续反弹。

图 39：固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 40：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

房地产先行指标仍然下行，暂时没有反转

2022年1-4月房地产总体投资增速进入负增长，4月单月投资额继续回落。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率下行。从1-4月份的房地产资金情况来说，房地产到位资金仍然较为紧张，其中，定金和预付款大幅下滑，这也与房地产销售陷入低谷有关。1-4月份我国居民长期信贷疲软，一方面对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。1-4月份房地产新开工、土地出让面积、商品房销售面积和销售额继续回落，房地产景气度下降。央行在需求侧发力，商业银行对于购房限制在逐步放松，各地方政府对于房地产需求端支持在加大，但房地产企稳需要信心和时间，政策持续支持是可以预期的。

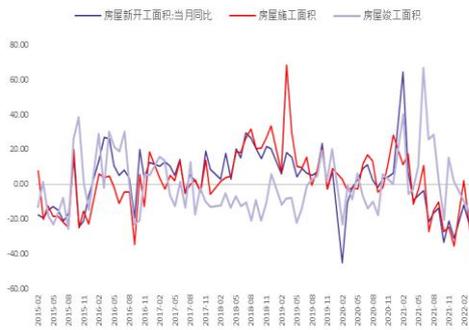
2022年1-4月份房地产投资额39,154亿元，比去年同期下降了2.1%。房地产单月投资负增长，新冠防控阻碍了人员和物流的流动，使得4月份房地产投资下滑加快。房地产行业相关政策放松，这种放松暂时支持需求端，对于供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 41: 100 大中城市土地成交 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: 施工面积回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看, 新屋开工、施工和竣工 1-4 月份仍然负增长, 新开工和施工大幅下滑, 受到人员和物流阻断, 竣工面积下滑速度稍缓。房地产保护措施主要保护在建项目, 房地产商加快竣工。4 月份, 新增房地产新开工面积仅有 0.99 亿平方米, 比去年同期的 1.77 亿平方米下滑 44.2%; 竣工面积 3100 万平方米, 下滑 14.2%; 施工面积比去年同期回落 38.7%至 12.3 亿平方米。房地产新开工仍然负增长, 2022 年开放商更需要资金予以支持。施工面积受到疫情控制影响, 随着复工复产会有所回升。从土地流转来看, 4 月份 100 大中城市土地成交面积增速下行 32.9%, 比上月下行 4.4 个百分点, 房地产开发商拿地谨慎, 已经连续 9 个月拿地面积下滑, 房地产一级市场情况仍然不乐观。

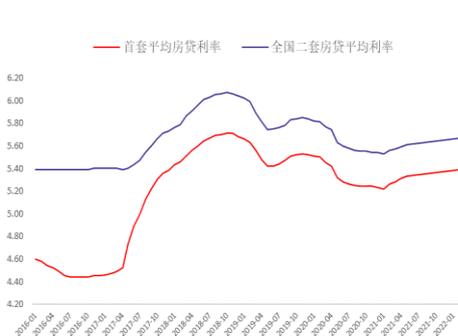
从销售端来看, 商品房销售面积和商品房销售额继续走低。4 月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-39.0%和-46.6%, 商品房销售仍然处于负增长, 整体房地产销售因为 (1) 疫情防控; (2) 收入减少的原因处于低迷的状态, 4 月份的疫情防控阻碍了房地产销售。

图 43: 商品房单月销售面积回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 房贷利率下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

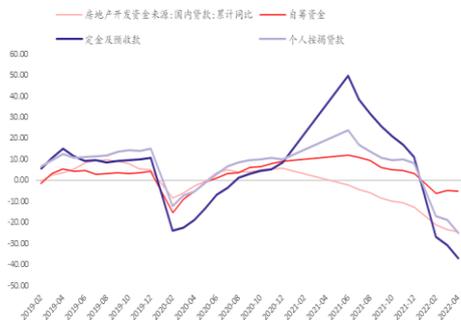
房地产行业到位资金情况没有改善, 2022 年 1-4 月份房地产到位资金增速-23.6%, 其中来自国内贷款的资金增速为-24.4%, 来自定金及预收款资金增长-37.0%, 来自个人按揭贷款资金增长-25.1%。4 月份定金预付款占到位资金的 31.6%, 比例稍有回落, 开发商自筹资金加大, 国内信贷资金回落, 房地产开发商的资金仍然紧绷。

房地产行业压力仍然较大, 政策在 2022 年继续放松, 中央经济工作会议明确了支持房地产行业健康发展的态度。但是房地产下行具有惯性, 房地产商的红三条限制仍然存在, 房地产自身的限制仍然存在。同时叠加了疫情防控的冲击, 使得物流和人员流动困难, 更加剧了房地产行业的下滑。现阶段房地产政策多集中在需求侧, 起作用也需要时间。

4 月份房地产投资完成额负增长, 商品房销售面积和销售额、房地产开发商拿地面积、新房开工面积低位下滑, 房地产压力仍然较大。对房地产的调控放松仍然持续。

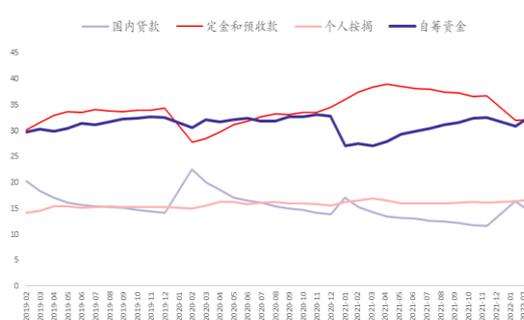
2021 年房地产投资完成额会达到 14.7 万亿左右，2022 年预计房地产投资完成额 14 万亿，投资增速负增长。

图 45: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 46: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

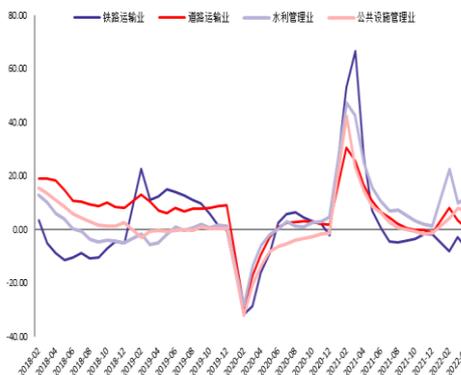
基础设施投资稍有下滑

基础设施投资速度小幅回落，1-4 月份投资增速达到 6.5%。基础设施投资额增长缓步上行，地方政府专项债下发速度加快，预计到 2 季度基建投资增速会持续上行。

2021 年度地方政府专项债额度为 3.65 万亿，与 2020 年持平。中央经济工作会议明确我国要保持积极的财政政策，要求财政资金下放提前，财政至今下放速度加快、力度要加强。1-4 月份政府债券净融资额达到 1.97 万亿，已经超过 2020 年。

鉴于地方政府投资动作加快，公共设施、水利管理建设动作加快，由于疫情封控道路和铁库建设回落。稳增长措施后铁路投资会逐步上行。

图 47: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 48: 政府债券融资进度 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

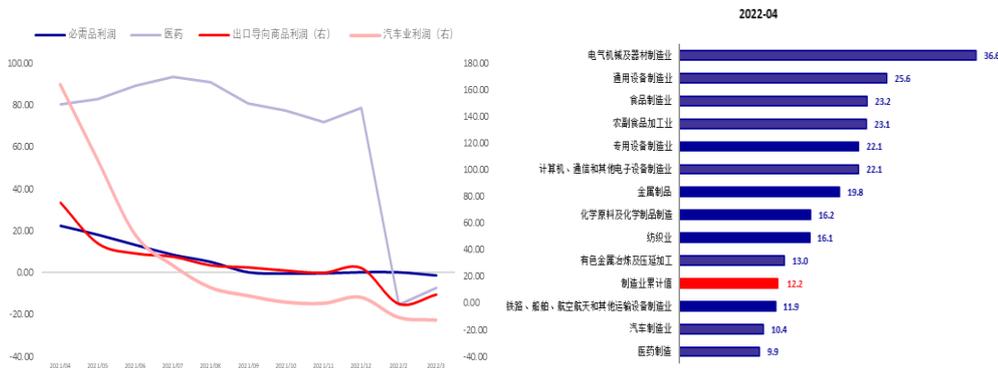
制造业投资平稳

制造业投资高位平稳。行业利润继续分化，中下游行业利润继续下降，整体制造业投资未来逐步回落。由于 PPI 未来逐步回落，上、中、下游行业利润增速分化会逐步减弱。

制造业受到利润驱动、对未来的经济的信心、新订单等因素影响。1-4 月份制造业投资中，电气机械及器材制造业投资增速 35.6%，通用设备、食品、农副食品、专用设备投资增速较好。受出口高景气度影响，我国制造业投资景气度仍在。

图 49: 各行业利润分化 (%)

图 50: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 通胀: 通胀压力可承受 “滞” 比 “胀” 更重要

1、CPI: CPI 未来逐步上行

全国居民消费价格同比增速 (CPI) 环比平稳, 核心 CPI 小幅回落, 4 月份 CPI 同比上行。4 月份 CPI 同比增速 2.1%。4 月份 CPI 环比上行; 其中食品价格环比上行 0.9%, 非食品价格环比上行 0.2%。核心 CPI 同比增速 0.9%, 环比上行 0.1%。

图 51: CPI 同比小幅下行 (%)

图 52: 食品和非食品价格变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

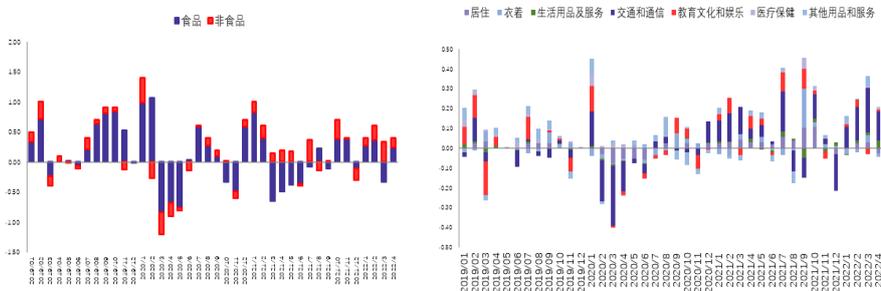
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 1.7%，比上个月小幅上行。通胀环比上行，食品价格和非食品价格上涨。4 月份疫情封控影响了物流，带来了食品价格上行，原油价格上行带动非食品走高：(1) 食品方面，4 月份蔬菜价格下行-3.5%，蔬菜平均价格高于往年，虽然季节性下跌，但跌幅并不多；4 月份猪肉零售价格上行 1.5%，收储等行动带动了猪肉价格上行，但需求较弱的问题仍然严重；其他食品方面，水产品、鲜果、鸡蛋、粮油价格普遍上行；(2) 非食品价格方面，受到原油价格上行的影响，交通工具用燃料价格上行 2.7%，原油价格高位波动的情况没有改变。

从食品价格来看，猪肉需求在疫情的情况下上行，猪肉供给稍有受阻。中央储备冷冻收储持续，提振猪肉市场。4 月份猪肉价格震荡走高。蔬菜价格受到物流和天气影响 4 月份下跌速度并不快，蔬菜价格高于历史同期位置。

从非食品价格来看，原油价格上行总体带动了非食品价格的上行。另一方面服务类价格仅有小幅增长，消费低迷影响着物价的运行。下半年通胀面临着能源价格高位以及食品价格回升的双重压力，通胀总体水平走高。

图 53: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4 月份 CPI 环比上行，食品价格与能源价格上行共振。食品价格方面，4 月份物流不畅，水果、鸡蛋、水产品价格均上行，蔬菜价格走低，但下跌幅度不大。4 月份生猪出栏减弱，需求回升，政府采购持续进行，猪肉需求有短期需求上行和政策刺激。4 月份原油价格处于高位，其他价格相对平稳。4 月份核心 CPI 环比小幅上行，同比下滑，终端需求仍然较为疲软。

全年通胀预期上行，而上行的幅度仍然有不确定性：(1) 通胀上行部分是由于物流阻断造成的，价格在短期疫情严控的情况下有所反应。新时期疫情严控状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；(2) 俄乌冲突仍然演绎，全球物流重新洗牌规划，带来了全球大宗商品价格的上行，从能源商品到农产品价格均出现抬升，我国输入性通胀压力较大。居民生活成本（汽油、燃气价格）走高，生产企业的价格转移也在持续进行，带来了消费品价格的升高。

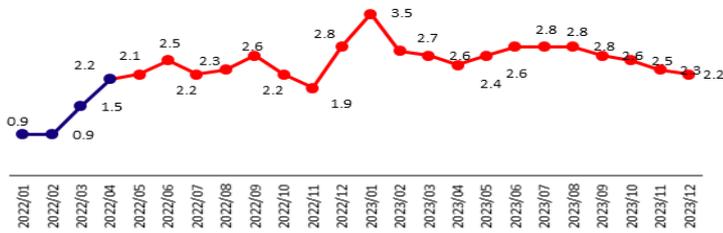
要明确现阶段“滞胀”初现，经济恢复速度并不理想：(1) 新冠疫情防控使得服务业受到重创，平均工资增速水平上行缓慢，我国终端需求疲软；(2) 终端需求的疲软使得下游行业并不能顺畅涨价，消费者可承受的价格上涨有限，则下游行业企业生产会受到影响；(3) 海外需求处于回落的过程，全球货币收紧下的需求收缩以及我国疫情严控下的订单转移会带来海外需求的回落，进而影响企业生产；(4) 稳增长措施仍然显得不足，房地产行业出清并未完成，行业反转需要等待。

在此种情况下央行的货币选择显得尤为艰难，宽信用渠道受阻的情况下，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。“滞胀”环境中财政政策比货币政策更能保障经济运行，财政政策目前只在基建上发力。对于中小企业等特定行业的专项再贷款发放，效果显现需要时间，同时对于消费者的救助也没有讨论。如果猪周期在下半年缓慢反弹，那么通胀水平可能处于温和上行，货币政策在下半年更有可为。

现阶段我国通胀仍然处于可控阶段，下半年成本压力和猪周期回升，预计 3、4 季度可能达到 2.5% 以上，个别月份 CPI 运行超过 3%。预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行，带来更大的压力。2022 年 5 月份翘尾影响 2.3%，预计新涨价因素小幅震荡，CPI 同比增速约在 2.2% 左右。预计 2022 年全年 CPI 增速 2.0%-2.2%，2023 年 CPI 水平可能达到 2.7% 左右。

图 54: 2022-2023 年 CPI 预测 (%)

CPI 预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、PPI: PPI 未来逐步回落

工业生产者价格 (PPI) 同比涨幅缩小, 生产资料环比上行。4 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 8.0%, 环比回升 0.6%。2022 年翘尾水平预计 6.3% 左右, 翘尾水平逐步走低。上游能源受到地缘政治的影响上行, 大宗商品总体处于高位, 但 PPI 环比上行速度弱于去年。2022 年 PPI 水平预计在 6.7% 左右。

4 月份 PPI 环比涨幅走低, 黑色产业链商品出厂价格仍然上行, 原油价格高位震荡, 铁矿石、煤炭价格上行: (1) 国际原油价格高位震荡国内石油及相关产业价格走高; 布伦特和 WTI 原油期货价格 4 月份分别下行 5.8% 和 6.0%; 石油开采业价格上行 1.2%, 石油、煤炭及其他燃料加工业产品价格上行 3.5%, 化学原料和化学制品制造业价格上行 1.4%, 上涨幅度均较上个月有所回落; (2) 受到国际能源价格紧张影响以及稳增长的需要, 我国煤炭价格重新上行, 4 月份焦煤期货价格上行 3.3%, 焦炭价格上行 8.2%, 但煤炭出厂价格仍然受到一定程度的管制, 下行 3.4%; 煤炭开采和洗选业价格上行 2.5%, 黑色金属采矿业上行 4.0%, 黑色金属冶炼业上行 1.8%; (3) 消费类行业继续回升, 农副食品加工价格上行 1.1%。

5 月份基数水平回落, 环比涨幅下滑, 5 月份我国 PPI 回落: (1) 能源价格处于高位, 但有一定程度的回落; (2) 疫情防控下工厂开工下滑, 稳增长措施延后, 带来了出厂价格的下行; (3) 物流阻塞得到缓解, 反映大宗商品运输为主的 BDI 回落, 预示着未来 PPI 环比涨幅减弱。

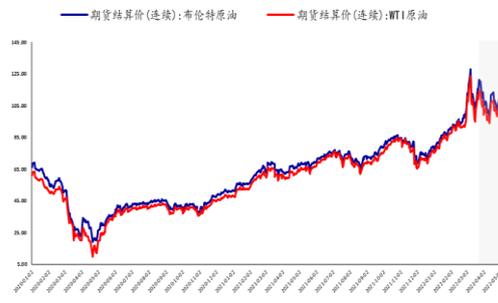
预计 5 月份 PPI 环比小幅波动, 5 月份 PPI 水平在 6.6% 左右。2022 年 PPI 前高后低, 全年预计在 6% 左右, 受到基数影响, PPI 在 4 季度是低点。

图 55: 4 月份 PPI 同比回落 (%)

图 56: 原油期货价格剧烈波动 (美元/桶)



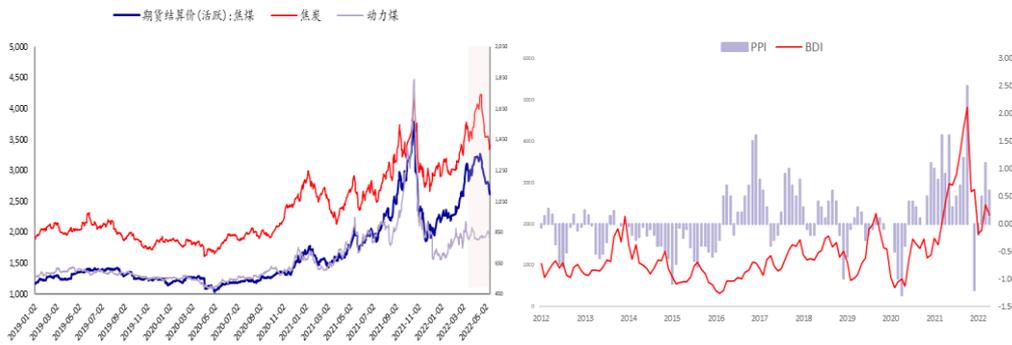
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 57: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)

图 58: 物流指数回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、金融：社融超预期 但结构仍然不佳

2021年5月份商业银行和财政积极完成预定任务,6月份这种状态持续。5月20日央行下调了5年期LPR利率15bps,着力引导长期资金利率下行。4月25日继续下调存款准备金率25bps。4月29日中央政治局会议继续强调稳增长的重要性,而稳增长需要货币政策财政政策相配合,同时需求政策层进一步的调整。

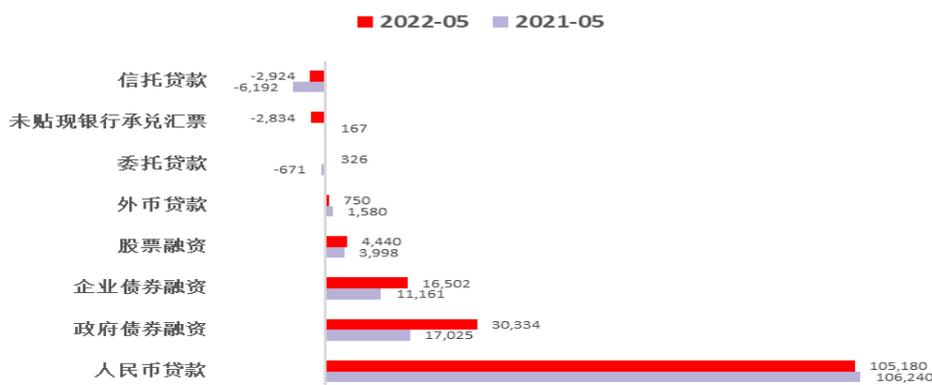
我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至3季度,而根据政策效果可能延续至10月份。鉴于美国现阶段处于加息周期,2季度的货币政策仍然带有考量,政策的持续推进需要时间,但是可以看到鉴于经济的低迷,超预期的政策才能奏效。

现阶段仍然属于货币政策的后续观察期,鉴于新冠疫情仍热处于不确定的状态,同时高频数据并没有快速好转,后续预计宽松政策持续。

(一) 社会融资继续上行

2022年5月份社会融资规模2.79万亿,预期2.01万亿,同比增加0.83万亿。5月份新增贷款1.89亿,预期1.3万亿,同比增加3900亿元。5月份社融增速回升,影子银行平稳,贷款和政府债券发行放量。

图59: 1-5月份社会融资总量(亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

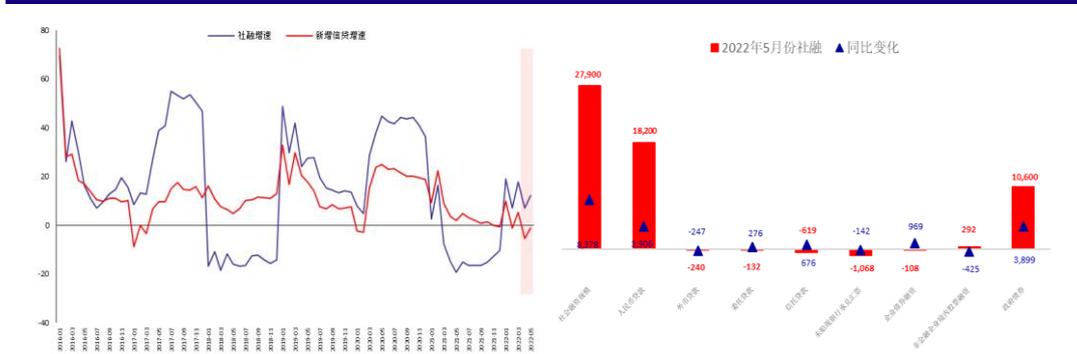
1-5 月份社融增长的主要原因在于政府债券和企业债券融资的上行，同时信托贷款的下降减弱。1-5 月份社会融资总额 15.7 万亿，比去年同期上行 1.82 万亿，新增信贷 10.5 万亿，同比下行 1060 亿。1-5 月份政府债券融资达到 3.03 万亿，同比增长 1.33 万亿；企业债券融资 1.65 万亿，同比增长 5341 亿元。

5 月份社融总体数量上行，主要是贷款上升和政府债券发行放量带来的，影子银行平稳、也给社会融资总量带来积极的影响。5 月份社融增速回升，货币政策总基调继续宽松。2022 年 1-5 月份累计新增社融增速 12.2%，比上月上行 4.9 个百分点，新增贷款增速-0.99%，比上月增加 4.4 个百分点。

整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。也要注意，5 月份社融超预期上行，但结构仍然不理想。下游需求较弱的情况下，短期贷款和票据融资占比社融达到 60% 以上，居民中长期贷款仍然疲弱。

图 60：社融增速上行 (%)

图 61：社融各部门变化 (亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

首先，表内贷款上行，略超市场预期，居民和企业贷款环比略有回升，但是仍然较弱。5 月份银行信贷 1.89 万亿，同比增长 3900 亿元。其中，票据融资 7129 亿元，短期融资 4482 亿元，中长期贷款 6598 亿元。信贷结构仍然不够理想，5 月份银行票据购买量创下历史最高记录，居民中长期贷款仅有 1047 亿元，企业中长期贷款同比继续回落。

其次，政府债券前置，发放速度加快。5 月份政府债券融资额达到 1.06 万亿。政府发债时间的前置使得政府债券融资额已经与 2020 年相当，并且 6 月份这种发行速度不会减缓。

最后，影子银行灭幼改善，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比仍然负增长，意味着房地产相关企业信贷仍然受到控制。这是我国金融环境放松的重要指标，意味着边际放松房地产金融，也意味着信用的真正好转。银行承兑汇票在 5 月份继续负增长，企业经济活动仍然不旺盛。5 月份影子银行融资 -1819 亿元，同比增速-18.9%。

5 新增贷款规模上行，主要是银行信贷和政府债券发行带来的，而委托、信托、银行承兑汇票、企业债券融资均负增长。银行的信贷结构并不优秀，短期贷款和票据融资占据过多的份额。从金融数据来看，商业银行和财政为了达成稳增长目的而进行努力，但是下游需求仍然较弱。这种弱势主要表现在：

- (1) 居民长期贷款疲弱；
- (2) 企业和居民收入下降后，对未来收入增长缺乏足够的信心，从而使得负债消费动力匮乏；
- (3) 房地产信贷限制仍然没有过多的改善，房地产表内表外的贷款并不乐观。这些因素都限制了社融的上行，预计这种弱势需要持续的政策改变和资金投入才能转变。

鉴于央行对经济增长的支持，2022 年全年新增社融约 34.5 万亿，即社融存量同比增速约在 10.9% 左右，那么新增社融全年增速约在 10.0% 左右。

图 62：中票与国债信用利差 (%)

图 63：影子银行贷款增速平稳 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 货币市场利率继续下滑, 央行降低长端利率

5 月份市场资金利率继续下滑, 货币市场资金保持宽松状态。企业信用利差回落, 信用市场上企业的资金成本下滑。

5 月份央行降低 5 年期 LPR 利率, 主要针对长端市场, 更多的是为居民和小企业降低利率, 宽信用宽货币继续进行, 央行支持经济增长的态度坚决。但要注意到, 货币市场利率已经下滑到了 2020 年以来的低点, 再继续下降需要货币政策给与更明确的指引。

货币市场利率以及实体经济的利率同样处于回落状态, 下游需求仍然不足, 市场较为低迷。

图 64: SHIBOR 利率 (%)

图 65: 银行间质押回购利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、国内外主要风险

经济运行的风险不可能被完全预测到, 但是我们试图总结现阶段可见的但并未被解决, 或者有可能发生的, 对未来经济运行或者政策调整会产生影响的事件。或者该事件会对全球经济造成冲击, 而这种冲击也会反馈回国内。

新冠疫情再次爆发的风险

新冠疫情出现变种再次爆发, 中国经济会持续处于封锁中, 影响了中国的经济增速。

通胀不受控制的风险

由于供给和需求的不匹配已经带来了通胀的上行, 而通胀上行带来了货币更快的紧缩, 从而带来经济更快的下滑。

图表目录

图 1: 上海北京交通拥堵指数	3
图 2: 除上海北京外的交通拥堵指数	3
图 3: 股债走向和紧缩预期高度相关	3
图 4: 通胀预期在 5 月 FOMC 纪要鸽派解读后下行	4
图 5: 焦煤、焦炭和动力煤价格 (元/吨)	4
图 6: 螺纹钢社会库存 (吨)	5
图 7: 雇佣成本持续上行 (%)	5
图 8: 期货市场对 6 月加息 75bps 预期下滑	7
图 9: ISM 制造业 PMI (%)	7
图 10: ISM 非制造业 PMI (%)	8
图 11: 美国零售额环比下滑 (%)	8
图 12: 密歇根大学消费者信心指数 (%)	8
图 13: 美国新增非农就业人数 (万人)	8
图 14: 美国当周初领失业金人数 (人)	9
图 15: 美国新建住房和成屋销售	9
图 16: 美国新屋开工 (套)	10
图 17: 美国 CPI 拉动项拆分 (%)	10
图 18: 美国 PCE 价格指数 (%)	11
图 19: 欧元区 and 德国 PMI (%)	11
图 20: 欧元区消费者信心指数 (%)	12
图 21: 欧元区零售销售 (%)	12
图 22: 欧元区 CPI 指数 (%)	13
图 23: 欧元稍有上行 (%)	13
图 24: 德债和法债收益率回升 (%)	13
图 25: 日本 PMI (%)	13
图 26: 日本消费者信心指数	14
图 27: 日本商业销售增速 (%)	14
图 28: 日本两人以上家庭月消费支出	14
图 29: 采矿业和制造业指数	14
图 30: 日本出口金额增速 (%)	15
图 31: 工业增加值同比增速回落 (%)	15
图 32: 外资企业生产大幅走低 (%)	15
图 33: 主要行业生产当月同比增速 (%)	15
图 34: 主要工业品生产累计同比增速 (%)	16
图 35: 2022 年 4 月消费额下行 (%)	16
图 36: 消费额实际同比下行 (%)	17
图 37: 商品和餐饮零售销售增速 (%)	17
图 38: 2022 年 4 月份商品消费情况 (%)	17
图 39: 固定资产投资增速 (%)	17

图 40: 三大产业单月投资增速 (%)	18
图 41: 100 大中城市土地成交 (%)	18
图 42: 施工面积回落 (%)	19
图 43: 商品房单月销售面积回落 (%)	19
图 44: 房贷利率下滑 (%)	19
图 45: 房地产到位资金增速 (%)	19
图 46: 房地产资金来源占比 (%)	20
图 47: 基础设施投资各行业增速 (%)	20
图 48: 政府债券融资进度 (亿)	20
图 49: 各行业利润分化 (%)	20
图 50: 制造业各行业累计投资增速 (%)	20
图 51: CPI 同比小幅下行 (%)	21
图 52: 食品和非食品价格变化 (%)	21
图 53: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)	22
图 54: 2022-2023 年 CPI 预测 (%)	22
图 55: 4 月份 PPI 同比回落 (%)	23
图 56: 原油期货价格剧烈波动 (美元/桶)	23
图 57: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	23
图 58: 物流指数回落 (%)	23
图 59: 1-5 月份社会融资总量 (亿)	24
图 60: 社融增速上行 (%)	25
图 61: 社融各部门变化 (亿元)	25
图 62: 中票与国债信用利差 (%)	25
图 63: 影子银行贷款增速平稳 (%)	25
图 64: SHIBOR 利率 (%)	26
图 65: 银行间质押回购利率 (%)	26

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫆玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn